RESISTÊNCIAS AO NOVO MERCADO NA GOVERNANÇA CORPORATIVA DE COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

Alexandre Edde Diniz de Oliveira

RESISTANCE TO THE *NOVO MERCADO* IN THE CORPORATE GOVERNANCE OF BRAZILIAN PUBLIC COMPANIES

Resumo

O objeto desta pesquisa é a resistência à adoção dos requisitos mínimos de governança corporativa do Novo Mercado por acionistas de companhias abertas brasileiras listadas fora deste segmento. O Novo Mercado é um segmento de listagem qualificado criado pela B3 em 2000 para estimular a adoção de medidas de governança corporativa mais favoráveis a acionistas minoritários e, consequentemente, ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Entretanto, as mais tradicionais companhias brasileiras demonstram forte aversão a esse desenvolvimento, na medida em que colocam em cheque os altos benefícios privados extraídos pelos seus acionistas controladores sob o regime geral estabelecido pela legislação societária brasileira. A pesquisa confirmou essa aversão por meio de um levantamento dos documentos societários dessas companhias tradicionais. Mais especificamente, encontrou-se maior resistência à adoção dos requisitos mínimos do Novo Mercado entre companhias de capital concentrado e companhias listadas no segmento tradicional da B3, e, em sentido oposto, maior aceitação entre companhias de capital relativamente mais disperso, companhias integrantes do Ibovespa e sociedades de economia mista. Não obstante, o quadro geral ainda se mostra negativo para o ambiente corporativo e para o mercado de capitais brasileiro.

Palavras-chave: governança corporativa; Novo Mercado; B3; estatutos sociais; companhias abertas.

Abstract

This study seeks to assess the resistance in the adoption of the minimum *Novo Mercado* corporate governance requirements by Brazilian public companies listed beyond this segment. The *Novo Mercado* is a qualified listing segment created by B3 in 2000 to foster the adoption of certain

corporate governance measures found to be more favorable to minority stockholders and, consequently, to the development of the Brazilian capital markets. However, the more traditional Brazilian companies are greatly averse to this development, to the extent it threatens the high private benefits of control exacted by their controlling stockholders under the guise of Brazilian corporate law. This study has confirmed this aversion by means of a review of the corporate documentation for all such traditional companies. More specifically, a greater resistance in the adoption of the minimum *Novo Mercado* requirements was found among concentrated-shareholding companies and companies listed in the traditional B3 listing segment, and, conversely, a greater acceptance was found among relatively dispersed-shareholding companies, companies which comprise the *Ibovespa* index and state-controlled companies. This acceptance notwithstanding, the overall assessment reveals a grim picture for the development of the Brazilian corporate environment and capital markets.

Keywords: corporate governance; Novo Mercado; B3; corporate charters; public companies.

1. Introdução

Esta pesquisa tem por objetivo analisar as resistências à adoção dos requisitos mínimos de listagem do Novo Mercado, um segmento de listagem qualificado da B3 – Brasil, Bolsa Balcão, na governança corporativa de companhias abertas brasileiras.

O seu ponto de partida é a marcante diferença na propriedade acionária e na tutela legal de acionistas minoritários quando comparados o direito brasileiro e o direito comparado, sobretudo o direito norte-americano. Companhias abertas, no universo anglo-saxão, são historicamente marcadas pela dispersão de sua propriedade acionária. Desde ao menos o início do século XX, a concentração do poder empresarial nas mãos de poucos empresários com o capital econômico e político para desenvolver os grandes empreendimentos da época, e a simultânea necessidade de se apelar aos recursos e à poupança do público em geral para financiá-los, resultou no divórcio entre a propriedade e o controle das grandes companhias.[1] Nestas, embora detentores de um direito residual aos seus resultados econômicos, acionistas não têm o efetivo controle sobre os bens e

[1] Cf. Adolf A. Berle; Gardiner C. Means. *The modern corporation and private property*. Nova Iorque: The MacMillan Company, 1933, pp. 18-68.

tampouco o poder de direção dos negócios da companhia, já que problemas de ação coletiva e apatia racional os impedem de se coordenar e organizar um bloco acionário suficiente para constranger administradores a atuar segundo suas diretrizes.[2]

Semelhante fenômeno de dispersão da propriedade acionária é raramente observado fora do mundo anglo-saxão. Outras economias avançadas, como a Alemanha, a Itália, a França, e o Japão apresentam estruturas de propriedade de capital muito mais concentradas quando comparadas àquelas encontradas nos Estados Unidos.[3] Algumas explicações para essa diferença incluem: o papel historicamente mais ativo do Estado na condução da economia, que dificulta o desenvolvimento de liquidez nos mercados de capitais[4]; a ausência de regras que protejam os interesses de investidores minoritários[5]; os altos benefícios privados que podem ser extraídos de uma companhia por acionistas controladores nesses países[6]; uma dependência estrutural em modelos de propriedade acionária utilizados no passado[7]; e condições políticas, como o envolvimento de sindicatos e empregados na governança de grandes empresas, que normativamente impedem o desenvolvimento de um mercado de capitais hábil a gerar uma verdadeira dispersão da propriedade acionária.[8]

O Brasil está incluído nesse rol de países de propriedade acionária concentrada.[9] O direito societário brasileiro é historicamente o produto da determinante influência política de elites e oligarquias nacionais, que realizaram um cuidadoso processo de seleção de regras internacionais

---

[2] Descrevidos sucintamente em Stephen M. Bainbridge. Director primacy and shareholder disempowerment. *Harvard Law Review*, v. 119, 2006, p. 1745 ("[S]hareholders lack incentives to gather information necessary to participate actively in decision-making. A rational shareholder will expend the effort necessary to make informed decisions only if the expected benefits outweigh the costs. Given the length and complexity of corporate disclosure documents, the opportunity cost entailed in making informed decisions is significant [...]. Accordingly, corporate shareholders are rationally apathetic").

[3] Cf. Rafael La Porta et al. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, v. 54, 1999, pp. 471-517.

[4] Cf. John C. Coffee Jr. The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control. *The Yale Law Journal*, v. 111, 2001, pp. 12-78.

[5] Cf. Rafael La Porta et al. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, 1998, pp. 1113-1155; Aldo Musacchio. Laws versus contracts: shareholder protections and ownership concentration in Brazil, 1890-1950. *Business History Review*, v. 82, 2008, pp. 445-473.

[6] Cf. Alexander Dyck; Luigi Zingales. Private benefits of control: an international comparison. *The Journal of Finance*, v. 59, 2004, pp. 537-600.

[7] Cf. Lucian A. Bebchuk; Mark J. Roe. A theory of path dependence of corporate ownership and governance. *Stanford Law Review*, v. 52, 1999, pp. 127-170.

[8] Cf. Mark J. Roe. Political preconditions to separating ownership from corporate control. *Stanford Law Review*, v. 53, 2000, pp. 539-606.

[9] Cf. Nelson L. Eizirik. O mito do controle gerencial: alguns dados empíricos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 66, 1987, pp. 103-06; Érica Gorga. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 29, 2009, pp. 439-554.

para adotar a lei que melhor conviesse aos seus interesses.[10] Além disso, é influenciado pela forte e por vezes nociva presença do Estado na condução da economia desde pelo menos meados do século XX[11], e pelo estímulo à migração de grandes grupos empresariais estrangeiros ao país, por meio da criação de filiais com poder de financiamento independente.[12]

Esses fatores explicam a política econômica adotada pela atual lei societária, a Lei nº 6.404, de 15 de janeiro de 1976 (doravante, a Lei das S/A). A Lei das S/A foi criada com o expresso propósito de fomentar os grandes conglomerados nacionais[13], em linha com o objetivo do II Plano Nacional de Desenvolvimento de concentrar a economia nas mãos de grandes grupos industriais, comerciais e financeiros brasileiros.[14] Para tanto, a lei foi elaborada em torno da figura central do "acionista controlador", definido como o acionista majoritário da companhia primordialmente responsável pela direção e coordenação da empresa e por levar adiante seu objeto social.[15]-[16] O resultado é que acionistas controladores brasileiros extraem os maiores benefícios privados de seu controle do que os controladores em qualquer outra jurisdição.[17]

---

[10] Cf. Mariana Pargendler. Politics in the origins: the making of corporate governance in nineteenth-century Brazil. *American Journal of Comparative Law*, v. 60, 2012, pp. 805-850 (rechaçando a hipótese de importação direta e acrítica de instituições jurídicas da França ao Brasil no século XIX, ao examinar o processo de formação do direito comercial brasileiro no século XIX e verificar a forte influência de elites tradicionais na escolha, entre os mais diversos regimes legais, das regras que melhor se adequassem aos seus interesses).

[11] Cf. Mariana Pargendler. State ownership and corporate governance. *Fordham Law Review*, v. 80, 2012, pp. 2932-2942; The unintended consequences of state ownership: the Brazilian experience. *Theoretical Inquiries in Law*, v. 13, 2012, pp. 503-523 (descrevendo a evolução do papel do Estado como acionista ao longo do século XX, e identificando um número de externalidades negativas dali decorrentes, como o aumento dos benefícios privados de acionistas controladores, o abuso de acionistas minoritários por meio de transações pouco equitativas entre empresa estatal e Estado, e um desincentivo à liquidez do mercado de capitais).

[12] Cf. Paulo Roberto Davidoff Chagas Cruz. Capitais externos e o financiamento de longo prazo no Brasil. In: Tamás Szmecsányi; Wilson Suzigan (orgs.). *Histórica econômica do Brasil contemporâneo*. São Paulo: Hucitec, 1997, pp. 182-206.

[13] O ponto é reiterado pelos autores do anteprojeto da lei em Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. *A lei das S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, pp. 139-156 (afirmando que "[o] anteprojeto de lei sobre S.A. [...] tem como objetivo precípuo 'criar modelo de companhia à organização e ao funcionamento da grande empresa privada, requerida pelo estágio atual da economia brasileira' [...]").

[14] Cf. República Federativa do Brasil. *II Plano Nacional de Desenvolvimento* (1975-1979). Brasília, 1974, pp. 47-55 (descrevendo, como uma estratégia econômica fundamental do regime militar, a "[u]tilização [...] de estruturas empresariais poderosas, como a criação de grandes empresas, através da política de fusões e incorporações – na indústria, na infra-estrutura, na comercialização urbana, no sistema financeiro (inclusive área imobiliária) -, ou a formação de conglomerados financeiros, ou industriais-financeiros").

[15] Cf. Art. 116, Lei das S/A.

[16] A identidade visada entre empresa e acionista controlador é perceptível na própria exposição de motivos da Lei das S/A, conforme Mario Henrique Simonsen. E*xposição de motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda*. Brasília: Ministério da Fazenda, 1976. ("Com efeito, é de todos sabido que as pessoas jurídicas têm o comportamento e a idoneidade de quem as controla, mas nem sempre o exercício desse poder é responsável, ou atingível pela lei, porque se oculta atrás do véu dos procuradores ou dos terceiros eleitos para administrar a sociedade").

[17] Cf. Alexander Dyck; Luigi Zingales, *supra* nota 6 (mostrando como o Brasil, em uma análise de 39 países, aparece como o país com os maiores benefícios privados de controle para o acionista controlador de suas companhias, e

Esse panorama, entretanto, pode estar em mutação. As últimas duas décadas foram marcadas pela forte influência de estudos do campo de governança corporativa no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Mais especificamente, a influência desse movimento no Brasil se materializou no final do século XX com a criação de três segmentos de listagem qualificados pela B3: o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado.[18]- [19] Isto é, à luz dos insucessos legislativos na reforma da lei societária, a B3 decidiu criar produtos contratuais e voluntários, direcionados aos novos entrantes do mercado de capitais brasileiro, e vocacionados a induzir "a possibilidade de competição por padrões jurídicos", e, consequentemente, "uma exaltação até então inexistente no mercado brasileiro de boas práticas éticas e jurídicas".[20] Essas boas práticas incluem várias medidas visando fortalecer a posição de acionistas minoritários, como a proibição de ou restrição à emissão de ações preferenciais sem direito a voto[21], a extensão do direito de venda conjunta previstos na Lei das S/A a acionistas não votantes[22], e a obrigatoriedade e o fortalecimento de membros independentes em conselhos de administração.[23]

O caráter voluntário (*opt-in*) dos novos segmentos da B3 pode ser explicado pela forte resistência que era esperada dos acionistas controladores das mais tradicionais companhias listadas à sua criação. Estes acionistas, é claro, tinham poucos incentivos para aderir a um regime reformista que cerceasse sua flexibilidade regulatória e lhes forçasse a abrir mão de seu altíssimo prêmio de

---

concluindo que "[p]rivate benefits of control in Brazil are extremely high"); Tomas Alvarenga. *Benefícios particulares de controle no Brasil*: o que mudou? Working Paper, 2017 (repetindo a metodologia de Dyck e Zingales com dados brasileiros de 2005 a 2014).

[18] Para fins desta pesquisa, as normas regulatórias pertinentes são o Regulamento de Listagem do Nível 1 de Governança Corporativa, de 10 de maio de 2011; o Regulamento de Listagem do Nível 2 de Governança Corporativa, de 10 de maio de 2011; e o Regulamento de Listagem do Novo Mercado, de 10 de maio de 2011. Em função de seu recorte temporal, este estudo não levará em consideração os possíveis efeitos da recente reforma das regras do Nível 2 e do Novo Mercado, conforme aprovada em 23 de junho de 2017.

[19] Companhias listadas nos segmentos Bovespa Mais (2007) e Bovespa Mais Nível 2 (2014) não necessariamente 'resistem' ao Novo Mercado, e, portanto, foram excluídas desta análise.

[20] Cf. Calixto Salomão Filho. *O novo direito societário*. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 68-71; Cf. Ronald J. Gilson; Henry Hansmann; Mariana Pargendler. Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, the United States and the European Union. *Stanford Law Review*, v. 63, 2011, pp. 482-502.

[21] Cf. o item 3.1(viii), Regulamento do Novo Mercado; item 4.1(vi), Regulamento do Nível 2.

[22] Cf. o item 8.1 do Regulamento do Novo Mercado e do Regulamento do Nível 2.

[23] Exigindo que ao menos 20% do conselho de administração seja composto por conselheiros independentes, e vedando a cumulação dos cargos de presidente do conselho de administração e de direito presidente da companhia. Cf. respectivamente, itens 4.3 do Regulamento do Novo Mercado 5.3 do Regulamento do Nível 2, e itens 4.4 do Regulamento do Novo Mercado, 5.4 do Regulamento do Nível 2 e 4.3 do Regulamento do Nível 1.

controle.[24] Assim, a B3 apostou em um modelo de *dualismo regulatório*, que parte de duas premissas: primeiro, admite-se que a existência de um único regime regulatório é a opção regulatória mais eficiente para todos os atores inseridos em um determinado mercado; e, segundo, admite-se que o regime regulatório existente foi usurpado por uma parcela não representativa desses atores, que o utiliza ineficientemente em prol de seus interesses particulares.[25] Diante desse cenário, um regime de regulação progressista é criado em paralelo e concorrência ao primeiro. A competição entre os dois regimes reduz os incentivos de novos atores para ingressar no regime anterior, mas, ao mesmo tempo, desarma uma resistência excessiva pelos agentes estabelecidos à existência do novo regime.

Nesse sentido, o regime paralelo da B3 permite que companhias existentes permaneçam em seu segmento tradicional – ou, eventualmente, migrem para os segmentos ditos intermediários, o Nível 1 e o Nível 2. Concomitante, ele atrai o investidor privado às companhias que optem pelo Novo Mercado, por meio dos requisitos mínimos de governança corporativa necessários para que uma companhia possa ser listada neste segmento, e que são geralmente melhor vistos pela classe de investidores acionários minoritários.

O efeito do Novo Mercado sobre o mercado de capitais brasileiro foi surpreendente. Ainda que sua deslanchada tenha sido gradual, o resultado agregado do segmento incluiu, em maior ou menor medida: uma redução do divórcio pré-existente entre direitos políticos e financeiros acionários, com uma redução no número de companhias emitindo ações preferenciais sem direito a voto[26]; o desenvolvimento de um maior grau de dispersão da propriedade acionária no mercado

---

[24] Cf. Mariana Helena Santana et al. *Novo Mercado and its followers*. Washington D.C.: International Finance Corporation, 2008, p. 12 ("Some large companies with a commanding presence in Brazil's concentrated securities market saw very little upside. Executives and owners of such companies seemed to fear that investors would pressure them to migrate to Novo Mercado, or else punish them for not doing so. Since these blue chip firms already had privileged access to the markets due to their size and history, Novo Mercado merely presented to them the possibility of being cajoled into limiting their flexibility […]").

[25] Cf. Ronald J. Gilson; Henry Hansmann; Mariana Pargendler, *supra* nota 20, pp. 478-482 (descrevendo os mecanismos por trás e o funcionamento do sistema de dualismo regulatório, e concluindo que embora o regime reformista possa provocar perdas de eficiência no regime estabelecido e diminuir os incentivos para uma reforma substancial da estrutura do mercado como um todo, "this tradeoff promises substantial net gains in efficiency" para o mercado explorado).

[26] Cf. Ronald J. Gilson; Henry Hansmann; Mariana Pargendler, *supra* nota 20, p. 498 (notando que o Novo Mercado encareceu o custo de ações com direito a voto para o acionista controlador, mitigando "the previously pervasive wedge between voting and cash flow rights").

de capitais brasileiro[27]; e um aumento exponencial do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro, conforme medido pelo Índice Bovespa (Ibovespa) e pela capitalização bursátil total das companhias listadas na B3.[28]

Não obstante o sucesso desta reforma, estudos empíricos demonstram uma evolução inconsistente na adoção de algumas melhores práticas de governança corporativa entre companhias abertas brasileiras[29], de forma que afirmar conclusivamente a extensão dos efeitos do Novo Mercado, ao menos em matéria de uma melhora no ambiente corporativo brasileiro, requer maior análise. Por exemplo: a distribuição atual de empresas entre os segmentos de listagem da B3 demonstra a forte resistência que a introdução de medidas protetivas dos interesses de investidores minoritários e fomentadoras de estruturas mais eficientes de governança corporativa enfrenta no Brasil. Em termos absolutos, as companhias listadas no Novo Mercado ainda representam apenas uma minoria entre o total de companhias listadas na B3, ainda que o número daquelas tenha apresentado crescimento vertiginoso se comparado aos demais segmentos de listagem.[30] Mas a maioria das *blue-chips* brasileiras não aderiu, até o momento, ao Novo Mercado: entre as dez mais valiosas companhias abertas brasileiras, representativas de 52,24% do valor total de mercado das companhias listadas na B3, apenas duas estão listadas no Novo Mercado.[31] Ainda, dentre as dez ações com maior volume financeiro médio diário anual entre 1º de janeiro e 21 de dezembro de 2015, que, conjuntamente, congregaram 44,60% do volume total negociado nesse período, apenas três foram negociadas no Novo Mercado.[32]

---

[27] Cf. Érica Gorga, *supra* nota 9, (descrevendo, *inter alia*, como os cinco maiores acionistas de companhias listadas no Novo Mercado detêm, em média, 56.16% de seu capital social total, em contraste com 91,60% no Nível 2, 84,79% no Nível 1 e 85,19% no segmento tradicional da B3).

[28] Cf. a planilha "Dados de Mercado", disponível em: *http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/dados-de-mercado/* [acesso em 17-06-2016]. Esses dados mostram um aumento de aproximadamente 508% do Ibovespa e de aproximadamente 433% na capitalização bursátil total das companhias listadas na B3 entre 2002 e 2009.

[29] Cf. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Evolução da governança corporativa nas empresas listadas em bolsa (2004-2012)*. São Paulo: IBGC, 2014.

[30] Cf. Camilla Ribeiro Martes. *Sobre o controle minoritário nas companhias listadas no mercado*. Dissertação de Mestrado em Direito. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2014, pp. 11-12.

[31] Em 15 de junho de 2016, as dez maiores companhias abertas brasileiras, medidas por valor de mercado, detinham um valor de mercado total de R$1.096.340.030,57, contra um valor total listado na B3 de aproximadamente R$ 2 bi. Entre elas, três estavam listadas no segmento tradicional da B3, quatro no Nível 1, uma no Nível 2, e duas no Novo Mercado. Dados disponíveis em *http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/mercado-a-vista/valor-de-mercado-das-empresas-listadas*/ [acesso em 17-06-2016].

[32] As dez ações com maior volume financeiro médio anual na B3 representaram um volume financeiro total de aproximadamente US$ 1,1 bi durante o período mencionado, contra um valor total de aproximadamente US$ 1,8 bi para a B3 como um todo. Entre essas, três eram de emissão de empresas listadas no segmento tradicional da B3 (PETR3, PETR4 e ABEV3), quatro eram do Nível 1 (ITUB4, BBDC4, ITSA4 e VALE5), e três eram do Novo

Esses dados revelam, no mínimo, que o apelo do Novo Mercado ainda não se fez unânime do mercado, e que a sua relevância perde força quando se trata das maiores e mais representativas companhias.

À luz do quadro descrito, a justificativa deste trabalho é verificar qual a medida da resistência que os acionistas de companhias abertas listadas no segmento tradicional, no Nível 1, e no Nível 2 da B3 demonstram em relação aos requisitos mínimos de listagem do Novo Mercado, especialmente diante dos objetivos das recentes reformas promovidas no direito societário brasileiro e dos debates travados nos Estados Unidos a respeito do tema. Mais especificamente, o interesse é avaliar quais os requisitos mínimos que mantêm parte significativa das companhias e do valor bursátil da B3 fora de seu segmento mais qualificado, ou por que as companhias fora do Novo Mercado resistem tanto em adotar melhores práticas de governança corporativa que beneficiem seus investidores minoritários.

Para além de uma tendência geral, entretanto, esta pesquisa também está preocupada em identificar traços específicos das companhias que adotem, conforme o caso, muitos ou poucos dos requisitos mínimos de listagem estabelecidos pelo Novo Mercado. Pretende-se examinar, para tanto, a relação entre a adoção desses requisitos e certas características da respectiva companhia, como o seu segmento de listagem, a dispersão de sua propriedade acionária, e a liquidez de suas ações, além das peculiaridades na alocação de poderes nas sociedades de economia mista.

2. Metodologia

2.1. A pesquisa proposta

Como o título deste artigo dá a entender, a principal fonte primária desta pesquisa são os documentos societários das companhias analisadas, sobretudo o estatuto social e o formulário de referência.[33] Na medida em que os acionistas controladores dessas companhias tenham total liberdade para inserir as medidas de governança corporativa que melhor lhes convenham em seu estatuto social, ou dispor de sua propriedade acionária conforme refletida nos formulários de

Mercado (KROT3, CIEL3 e BRFS3). Dados disponíveis em: *https://economatica.com/estudos/data/20151222a.pdf* [acesso em 17-06-2016].

[33] Cf. Art. 24, Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 480, de 7 dezembro de 2009.

referência, uma análise desses documentos revelará em relação a quais requisitos mínimos do Novo Mercado esses acionistas demonstram maior resistência, e quais são os requisitos que eles estão mais dispostos a voluntariamente cumprir, a despeito de não obrigados a tanto pelo segmento de listagem de sua respectiva companhia.

O estudo foi realizado mediante uma análise empírica dos estatutos sociais de companhias abertas brasileiras, considerando a data de referência de 13 de setembro de 2016. Mais especificamente, a população da pesquisa corresponde às 202 companhias abertas listadas nos segmentos tradicional, Nível 1 e Nível 2, cujas ações foram negociadas no mercado à vista da B3 na data de referência, e cujos estatutos sociais e formulários de referência em vigor naquela data foram devidamente disponibilizados nos sistemas eletrônicos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Cada estatuto social foi analisado conforme os requisitos mínimos do Novo Mercado descritos abaixo.[34] Uma companhia recebeu um ponto para cada requisito satisfeito ou cumprido pelo seu estatuto. As 155 companhias listadas no segmento tradicional foram analisadas conforme todos os dez requisitos mínimos, de forma que sua pontuação final poderia ser de zero, se não incorporou nenhum dos requisitos ao seu estatuto social, até dez, se incorporou todos. As 28 companhias listadas no Nível 1 foram analisadas conforme oito requisitos mínimos – os requisitos um a quatro, seis, e oito a dez -, de forma que sua nota final poderia ser de zero a oito. Finalmente, as 19 companhias listadas no Nível 2 foram analisadas conforme dois requisitos mínimos – os requisitos um e dez – de forma que sua nota final poderia ser de zero, um ou dois.

2.2. Os requisitos mínimos analisados

Os dez requisitos mínimos analisados representam dez medidas de governança corporativa que os acionistas de uma companhia devem cumprir para que sua companhia possa ser considerada para listagem no Novo Mercado, e que acionistas de quaisquer outras companhias podem

[34] Cf. o item 2.2 *infra*. Essa metodologia diverge de pelo menos um estudo que objetivou traçar resistências ao Novo Mercado em companhias fora deste segmento. Cf. Franciane Cristina Darós Peixe. *Novo Mercado*: obstáculos e atrativos para as empresas do Nível 1 de governança corporativa. Dissertação de Mestrado em Administração. São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2003 (analisando resistência ao Novo Mercado nas companhias listadas no Nível 1 a partir de questionários enviados aos diretores de tais companhias, nos momentos incipientes dos segmentos de governança corporativa da B3).

voluntariamente adotar. Destes requisitos, dois são também requisitos mínimos para a listagem no Nível 1 (requisitos cinco e sete), e oito o são para a listagem no Nível 2 (requisitos dois a nove).

Requisito 1. Emissão de ações preferenciais. O primeiro requisito mínimo do Novo Mercado analisado é a vedação à emissão de ações preferenciais, com ou sem direito a voto.[35] Em regra, até metade ou dois terços do capital social de uma companhia pode ser composto de ações preferenciais sem direito a voto, conforme a data de sua constituição, e não há um limite legal ao número de ações preferenciais com direito a voto que uma companhia pode emitir.

Qual o problema de permitir a emissão de ações preferenciais? A teoria dita que, em um contexto de capital acionário disperso, direitos de voto devem acompanhar proporcionalmente o direito residual de acionistas aos rendimentos da companhia, como uma maneira de alinhar incentivos e reduzir os custos de agência com os administradores da companhia.[36] A quebra dessa proporção – seja pela utilização de ações sem direito a voto, seja pela atribuição de rendimento maior a certas ações, ou seja pela utilização de ações com voto múltiplo – pode ser nociva para a companhia na medida em que dá direitos políticos desproporcionais a certos acionistas votantes, reduzindo seus incentivos para a tomada das decisões que sejam no melhor interesse da coletividade.[37]

Mais especificamente, ações sem direito a voto criam custos de agência adicionais entre acionistas votantes e não votantes[38], e, em cenários extremos, podem levar à dominação destes por um bloco controlador daqueles.[39] Ainda que um controlador desvinculado da administração possa ser beneficial a acionistas minoritários não votantes, dado o seu maior poder de fiscalização e de barganha[40], o contexto brasileiro, dominado por acionistas controladores intimamente vinculados

---

[35] Cf. *supra* nota 21 e o texto que a acompanha.
[36] Cf. Frank H. Easterbrook; Daniel R. Fischel. Voting in corporate law. *The Journal of Law and Economics*, v. 26, 1983, pp. 395-406.
[37] Cf. *Id.*, pp. 408-410 (explicando como os desvios entre direitos políticos e expectativas de ganho financeiro tornam acionistas controladores votantes tomadores ineficientes de decisões para a companhia).
[38] Cf. *Id.*, p. 409 ("The greater the departure from equal weighting of votes among residual claimants, the greater the (unnecessary) agency costs").
[39] Cf. Adolf A. Berle; Gardiner C. Means, *supra* note 1, pp. 75-76, 119-125 (expressando grave preocupação com a possibilidade, em geral, de esbulho dos interesses dos donos da empresa pelos seus controladores; conflito especialmente exacerbado na utilização de ações sem direito a voto para assegurar um controle).
[40] Cf. Mike Burkart; Samuel Lee. One share-one vote: the theory. *Review of Finance*, v. 12, 2008, pp. 20-22 (argumentando que, na ausência de tal controlador, acionistas minoritários não votantes jamais teriam incentivos suficientes para efetivamente se informar e tomar decisões que melhorassem sua posição vis-à-vis a companhia).

à administração, significa que ações não votantes servem apenas para potencializar conflitos da maioria contra a minoria[41] e aumentar os benefícios privados de controle dos acionistas votantes.[42]

Uma companhia recebeu nota zero se emitir ações preferenciais ou se seu capital autorizado prever a emissão de ações preferenciais, ou nota um se seu capital social for composto exclusivamente por ações ordinárias ou se seu estatuto vedar a emissão de ações preferenciais.

Requisito 2. Direito de venda conjunta igualitário. O segundo requisito mínimo analisado é a extensão do direito de venda conjunta igualitário a todos os acionistas de uma companhia, em caso da alienação de seu controle.[43] O tratamento completamente paritário do Novo Mercado vai além daquele dado à disciplina pela Lei das S/A, que assegura esse direito apenas em relação a acionistas votantes, e com o pagamento de apenas 80% do preço pago por ação ao acionista controlador pelo acionista adquirente.[44]

Para que não haja dúvida, a aceitação dos benefícios dessa regra não é unânime na literatura.[45] A existência de altos benefícios privados de controle ao acionista controlador, no entanto, é pelo menos um indício de que um direito de venda conjunta igualitário, com a flexibilização da regra de mercado nas ofertas de tomada de controle, pode ser de interesse dos acionistas como um todo.[46] Ainda que os méritos desse debate não estejam no escopo desta pesquisa, é importante notar que a adequação da regra de tratamento igualitário é ao menos em parte corroborada pelo estrondoso sucesso do Novo Mercado desde sua implementação.[47] Há indícios, portanto, que a sua adoção por companhias fora deste segmento pode ser beneficial para o valor e liquidez de suas ações e, desta forma, para o sucesso de seu empreendimento.

---

[41] Cf. *Id.*, pp. 22-30 (concedendo que uma política de 'uma ação, um voto' pode alinhar incentivos e reduzir benefícios privados de controle nos casos de administradores controladores ligados à administração, especialmente nos casos de países com mecanismos legais de governança corporativa frágeis).

[42] Cf. Renée Adams; Daniel Ferreira. One share-one vote: the empirical evidence. *Review of Finance*, v. 12, 2008, pp. 77-81 (concedendo haver uma correlação entre a utilização de ações sem direito a voto e maiores benefícios privados de controle ao acionista controlador).

[43] Cf. *supra* nota 22 e o texto que a acompanha.

[44] Para uma análise dogmática da matéria à luz das diversas regras envolvidas, cf. Eduardo Secchi Munhoz. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2014, pp. 285-310.

[45] Um resumo da literatura é realizado em Eduardo Secchi Munhoz, *supra* nota 44, pp. 180-182.

[46] Em um texto destinado a criticar a adoção de semelhante regra no contexto europeu, Clas Bergström, Peter Högfeldt e Johan Molin concedem que "[o]ne sufficient condition for a nonnegative effect on the shareholders' wealth is the special case with one-sided private benefits" (The optimality of the mandatory bid rule. *The Journal of Law, Economics and Organization*, v. 13, 1997, pp. 433-451). Nesse sentido, cf. Eduardo Secchi Munhoz, *supra* nota 44, pp. 346-353 (concluindo, com fulcro nas características da propriedade acionária brasileira e na predominância do acionista controlador nas principais deliberações de uma companhia, que conceder tratamento igualitário a acionistas minoritários é a única disciplina possível de ser adotada pelo direito brasileiro).

[47] Cf. *supra* notas 26-28 e o texto que as acompanha.

Uma companhia recebeu nota zero se seu estatuto deixa de conceder tratamento igualitário a todos os seus acionistas em caso de uma alienação de seu controle, ou nota um se adota regra idêntica à do Nível 2 e do Novo Mercado.

Requisito 3. Deliberações da assembleia geral sujeitas a quórum qualificado. O terceiro requisito mínimo analisado é a vedação à ampliação do rol de deliberações da assembleia geral sujeitas a quórum qualificado, além daquelas matérias a que a Lei das S/A ou o próprio regulamento do Novo Mercado atribuem quórum de deliberação diferenciado.[48] A Lei das S/A elenca um extenso número de matérias sujeitas a um quórum de maioria qualificada[49], o que leva parte da doutrina a defender que esse rol é exaustivo.[50] Esse não parece ser o entendimento da B3, que, por exclusão, e diante da ausência de vedação expressa, admite a ampliação desse rol nas companhias listadas fora do Nível 2 e do Novo Mercado.

Uma companhia recebeu nota zero se seu estatuto estabelece novos casos de matérias sujeitas a deliberação por quórum qualificado em assembleia, ou nota um se se restringe às regras legais e regulatórias de quórum deliberativo.

Requisito 4. Número de membros do conselho de administração. O quarto requisito mínimo analisado é a composição do conselho de administração por no mínimo cinco membros, já que o piso de três conselheiros previsto na Lei das S/A, aplicável às companhias abertas em geral,[51] é elevado no Nível 2 e no Novo Mercado.[52]

Pelo menos uma crítica ao regime geral da Lei das S/A é que ela estimula conselhos pequenos demais para terem uma atuação efetiva, incapazes de delegar tarefas a comitês especializados ou de ter uma atuação ativa e beneficial à companhia.[53] Para que não haja dúvida, a literatura é repleta de estudos empíricos demonstrando correlações negativas entre o tamanho de conselhos e os resultados econômicos de empresas.[54] Esses estudos, entretanto, consideram um

---

[48] Cf. o item 3.1.2 do Regulamento do Novo Mercado e do Regulamento do Nível 2.
[49] Cf. Art. 136, Lei das S/A.
[50] Cf., por todos, Modesto Carvalhosa. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1997, pp. 716-717 (argumentando que a "inclusão de outras questões suscetíveis de deliberação da assembleia geral no regime de quórum qualificado criaria um sério empecilho ao desenvolvimento dos negócios sociais").
[51] Cf. Art. 140, Lei das S/A;
[52] Cf. *supra* nota 23.
[53] Cf. Bernard S. Black; Antonio Gledson de Carvalho; Érica Gorga. Corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, v. 11, 2010, pp. 21-38 (argumentando que o regime legal impede a inclusão de conselheiros independentes e representantes de acionistas minoritários em boa parte dos conselhos, com o que a qualidade da governança companhia nas companhias abertas brasileiras sofre consideravelmente).
[54] Cf. David Yermack. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, v. 40, 1996, pp. 185-211 (encontrando semelhante correlação em 452 companhias americanas entre os

conselho ‘pequeno’ se ele possui 6 ou menos membros, de forma que, em geral, perdas de eficiência só ocorrem quando sua composição ultrapassa a marca de 7 ou mais membros.[55] O requisito mínimo aqui analisado, portanto, pode ser desejável na medida em que promova uma maior diversificação do conselho de companhias abertas brasileiras, e não é associado, por si só, com uma perda de eficiência na literatura empírica.

Uma companhia recebeu nota zero se seu estatuto permite que o conselho seja composto por menos de cinco membros (i.e. se a composição mínima do conselho for de três ou quatro membros), ou nota um se estabelece um piso de ao menos 5 membros para tanto.

Requisito 5. Mandato dos membros do conselho de administração. O quinto requisito mínimo analisado é que o mandato dos membros do conselho de administração seja unificado, e não ultrapasse o período de dois anos, sem prejuízo à sua eventual reeleição[56] - uma redução de um ano em relação ao limite geral de três anos previsto na Lei da S/A.[57]

O debate teórico sobre o tema reconhece que, de um lado, limitar o mandato de conselheiros evita a sua cooptação por diretores influentes ao longo do tempo e a perda de sua eficácia enquanto fiscalizador da diretoria. De outro lado, tal limitação impede que conselheiros se especializem por longos períodos de tempo na atividade da companhia, reduzindo a sua habilidade de fixar as diretrizes de seus negócios sociais e os deixando a mercê do conhecimento da diretoria.[58] A sua relevância para o contexto brasileiro, contudo, é contestável. Considerando que companhias abertas são controladas, de maneira quase unanime, por acionistas controladores bem definidos[59], com poderes para destituir desmotivadamente o conselho de administração[60], não há como argumentar que tais conselheiros tenham qualquer garantia de que permanecerão em seus cargos até o fim de seu mandato. A situação é outra em países com os Estados Unidos, em que o alto grau de dispersão

---

anos de 1984 e 1991); Y. T. Mak; Yuanto Kusnadi. Size really matters: further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal*, v. 13, 2005, pp. 301-318 (estendendo a pesquisa a 460 companhias sediadas na Malásia e na Singapura, e demonstrando como o valor econômico empresarial atinge seu ápice em companhias com cinco conselheiros); Shijun Cheng. Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, v. 87, 2008, pp. 157-176 (encontrando uma correlação negativa entre o tamanho do conselho de 1.252 companhias e a consistência de sua rentabilidade).

[55] *Id.*

[56] Cf. os itens 4.6 do Regulamento do Novo Mercado, 5.6 do Regulamento do Nível 2, e 4.5 do Regulamento do Nível 1.

[57] Cf. *supra* nota 51.

[58] Cf. Nikos Vafeas. Length of board tenure and outside director independence. *Journal of Business Finance and Accounting*, v. 30, 2003, pp. 1043-1064 (analisando a relação entre mandato de conselheiros independentes e sua imparcialidade e especialização em 800 companhias).

[59] Cf. *supra* nota 9 e o texto que a acompanha.

[60] Cf. *supra* nota 51.

acionária[61] e a proteção de conselheiros contra destituições *ad nutum*[62] dão certa estabilidade ao cargo de conselheiro de uma companhia aberta.

Uma companhia recebeu nota zero se estabelece mandato de três anos para os membros de seu conselho, ou nota um se é limitado a um ou dois anos.

Requisito 6. Participação de membros independentes no conselho de administração. O sexto requisito mínimo analisado é a reserva de ao menos 20% dos assentos no conselho de administração a membros independentes.[63] Não há regra de composição comparável na Lei das S/A, que limita-se a outorgar um direito de eleição separada de conselheiro a certos acionistas minoritários votantes e não votantes.[64]

Há que se ressaltar que conselheiros independentes pouco garantem a rentabilidade ou o sucesso econômico de uma empresa, ao menos em um contexto de dispersão da propriedade acionária como nos Estados Unidos, ainda que a sua inclusão em conselhos seja motivada, em muitos casos, por resultados econômicos negativos.[65] Não obstante, a adoção da medida em um contexto de concentração da propriedade acionária como o brasileiro pode ser útil, por exemplo, para incentivar a adoção de outras melhores práticas de governança corporativa[66], o que consequentemente tende a elevar o valor das ações e a rentabilidade da empresa ao mitigar os potenciais de abuso econômico por parte de um acionista controlador.[67]

---

[61] Cf. *supra* notas 1-2 e o texto que as acompanha.

[62] Não só a lei societária estabelece, em regra, quórum qualificado para a destituição com ou sem justa causa de conselheiros, conforme §141(k) *Delaware General Corporation Law*, como também veda demissões sem justa causa quando a companhia adotar um conselho de eleição escalonada (*classified board*), conforme §141(k)(1) *Delaware General Corporation Law*.

[63] Cf. *supra* nota 23.

[64] Cf. Art. 141, § 4º, Lei das S/A.

[65] Cf. Sanjai Bhagat; Bernard S. Black. The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *The Journal of Corporation Law*, v. 27, 2002, pp. 231-274 (encontrando uma correlação negativa entre a participação de membros independentes no conselho e diversas métricas de rentabilidade de uma companhia, mas concedendo a utilidade de seu emprego com moderação em certos arranjos societários).

[66] Cf. Lorenzo Patelli; Annalisa Prencipe. The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder. *European Accounting Review*, v. 16, 2007, pp. 5-33 (encontrando uma correlação positiva entre a presença de conselheiros independentes e a quantidade de informações contábeis voluntariamente disponibilizadas a investidores em 175 companhias abertas italianas sujeitas ao controle de acionistas dominantes).

[67] Cf. Fernando Lefort; Francisco Urzúa. Board composition, firm performance and ownership concentration: evidence from Chile. *Journal of Business Research*, v. 61, 2008, pp. 615-622 (encontrando uma correlação positiva entre a presença de conselheiros independentes e o valor de mercado de 160 companhias abertas chilenas sujeitas a controle acionário majoritário); John Erickson et al. Board composition and firm value under concentrated ownership: the Canadian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, v. 13, 2005, pp. 387-410 (demonstrando como a presença de conselheiros independentes mitiga o efeito negativo da utilização de ações sem direito a voto ou com voto múltiplo no valor de mercado de 236 companhias abertas canadenses de capital acionário concentrado).

Uma companhia recebeu nota zero se seu estatuto social é silente em relação à presença de membros independentes em seu conselho de administração, ou estabelece a sua participação em percentual inferior a 20%, ou nota um se exige que pelo menos 20% de seu conselho seja composto por membros independentes.

Requisito 7. Cumulação dos cargos de presidente do conselho de administração e diretor presidente. O sétimo requisito mínimo analisado é a vedação à acumulação dos cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração pela mesma pessoa.[68] A única restrição comparável na Lei das S/A é a limitação a um terço dos membros do conselho de administração na composição da diretoria, mas que não faz referência à possibilidade ou não de cumulação desses dois cargos.[69]

Considerando o poder e a influência do presidente do conselho sobre a agenda e as diretrizes desse órgão, esse requisito objetiva fortalecer a posição de conselheiros independentes vis-à-vis o seu dever de adequadamente fiscalizar os diretores da companhia.[70] Essa justificativa, entretanto, pode não ser suficiente para superar a experiência, a liderança e o conhecimento que um diretor presidente pode trazer ao conselho, ou os benefícios dessa separação podem ser simplesmente insuficientes para restringir a margem de atuação do mais importante executivo da companhia; fatores que podem explicar a prevalência dessa acumulação no mundo anglo-saxão.[71] Não obstante, estudos empíricos brasileiros encontraram fortes correlações negativas entre a cumulação de funções e o desempenho econômico de companhias, sugerindo que a sua adoção voluntária por companhias fora dos segmentos de governança corporativa qualificada possa render-lhes frutos em termos de rentabilidade e valor empresarial.[72]

---

[68] Cf. os itens 4.6 do Regulamento do Novo Mercado, 5.4 do Regulamento do Nível 2 e 4.3 do Regulamento do Nível 1.

[69] Cf. Art. 143, § 1º, Lei das S/A.

[70] Cf. B. Ram Baliga; R. Charles Moyer; Ramesh S. Rao. CEO duality and firm performance: what's the fuss? *Strategic Management Journal*, v. 17, 1996, pp. 42-43 (resumindo a literatura internacional sobre o tema).

[71] Cf. Dan R. Dalton; Idalene F. Kesner. Composition and CEO duality in boards of directors: an international perspective. *Journal of International Business Studies*, v. 18, 1987, pp. 33-42 (encontrando uma cumulação dos cargos de diretor presidente e presidente do conselho em 82% de companhias americanas e 30% de companhias inglesas, mas em apenas 11% de companhias japonesas); B. Ram Baliga; R. Charles Moyer; Ramesh S. Rao, *supra* nota 70, pp. 43-44 (elencando a indiferença de conselheiros independentes e a superioridade organizacional como razões explicativas para a prevalência da cumulação dessas duas funções na mesma pessoa).

[72] Cf. Joyce Alves de Moraes. *Dualidade de CEO e desempenho de companhias de capital aberto no Brasil*. Dissertação de Mestrado em Administração. Natal: Universidade Federal do Rio Grande do Norte, 2015 (encontrando forte correlação positiva entre a separação das funções de direito presidente e presidente do conselho e desempenho empresarial); mas cf., em sentido oposto, Marcio Alves Amaral-Baptista; Marcelo Cabús Klotzle; Maria Angela Campelo de Melo. CEO duality and firm performance in Brazil: evidence from 2008. *Revista Pensamento*

Uma companhia recebeu nota zero se seu estatuto não veda a cumulação dos cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração pela mesma pessoa, ou nota um se estabelece semelhante vedação.

Requisito 8. Cláusula compromissória. O oitavo requisito mínimo analisado é a inclusão de uma cláusula compromissória estatutária, sujeitando a resolução de todos os conflitos envolvendo a companhia à arbitragem, segundo as regras da Câmara de Arbitragem do Mercado da B3.[73] A Lei das S/A limita-se a autorizar a utilização da arbitragem para a resolução de conflitos societários, garantindo o direito de recesso a acionistas dissidentes caso as ações da companhia careçam de liquidez, ou se a introdução da cláusula compromissória não se der no contexto de uma migração da companhia para o Nível 2 ou para Novo Mercado.[74]

Mantendo-se em mente a baixa liquidez de significativa parte das ações das companhias listadas no segmento tradicional e Nível 1[75], a disciplina da Lei das S/A pode inibir a difusão da arbitragem societária na medida em que companhias se depararão com altíssimos custos associados ao resgate das ações de acionistas dissidentes caso optem pela incorporação de uma cláusula compromissória estatutária[76], a despeito do valor que a arbitragem pode ter na defesa dos interesses de acionistas minoritários e no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro como um todo.[77] Há, ainda, dúvidas a respeito da competência dos membros e da uniformidade das decisões da Câmara de Arbitragem do Mercado, considerando o pequeno número de casos por ela julgados até o momento.[78]

Uma companhia recebeu nota zero se seu estatuto social é silente a respeito do mecanismo de solução de conflitos societários, se estabelece mecanismo diverso da arbitragem para tanto, ou

---

Contemporâneo em Administração, v. 5, 2011, pp. 24-37 (encontando correlação negativa entre separação das funções e desempenho empresarial em 121 companhias listadas na B3 em 2008,).

[73] Cf. o item 3.1(v) do Regulamento do Novo Mercado e do Regulamento do Nível 2.

[74] Cf. Art. 135-A, Lei das S/A.

[75] Cf. supra notas 32 e 98, e o texto que as acompanham.

[76] Cf. Franciane Cristina Darós Peixe, *supra* nota 34 (demonstrando como 61,9% dos executivos de companhias listadas no Nível 1 consideram a inclusão de uma cláusula compromissória estatutária um obstáculo à sua adesão ao Novo Mercado).

[77] Cf. Eduardo Secchi Munhoz. A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem. In: Flávio Luiz Yarshell; Guilherme Setoguti J. Pereira (coord.). *Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 77-99 (defendendo a centralidade da arbitragem societária para o 'desenvolvimento do mercado de capitais e o florescimento da dispersão acionária" no Brasil). No âmbito internacional, semelhante argumento é realizado em G. Richard Shell. Arbitration and corporate governance. *North Carolina Law Review*, v. 67, 1989, pp. 517-575.

[78] Cf. Patrícia Oda. Por que sua empresa não adota, voluntariamente, a arbitragem? *Capital Aberto*, v. 79, 2010, pp. 50-51.

se sua cláusula compromissória faz referência às regras de instituição arbitral diversa da Câmara de Arbitragem de Mercado, ou nota um se prevê cláusula compromissória na linha do exigido pelos regulamentos do Nível 2 e Novo Mercado.

Requisitos 9 e 10. Dispersão acionária mínima. Finalmente, os últimos requisitos mínimos analisados referem-se à exigência de que uma companhia mantenha pelo menos 25% de suas ações em circulação durante o período em que estiver listada no Novo Mercado.[79] Apesar de não ser um requisito que possa ser cumprido estatutariamente, é igualmente relevante considerando que pode ser voluntariamente cumprido por um acionista controlador, desde que reduza sua participação para 75% ou menos do capital social da companhia. Não obstante, o conservadorismo de muitos acionistas controladores implica no controle total ou quase total de boa parte das companhias listadas na B3, de modo que esse requisito mínimo possa constituir um obstáculo à adesão ao Novo Mercado se houver uma resistência à admissão de acionistas minoritários eventualmente bem organizados na companhia.

A diferença entre a variável nove e a variável dez está no tipo de dispersão observada. A variável dez mediu a dispersão de todas as ações, sejam elas ordinárias ou preferenciais, emitidas por companhias no segmento tradicional e no Nível 1. Essa métrica, entretanto, só serve para identificar uma eventual resistência à adesão ao Nível 2, porque mediante a emissão de ações preferenciais sem direito a voto um acionista controlador pode atingir até a marca de dois terços (ou mais) de dispersão acionária sem perder uma única ação de seu bloco de controle totalitário direto na companhia. Esse não é o tipo de dispersão almejada pelo Novo Mercado, que, na linha de seu enfoque no princípio de 'uma ação, um voto', busca fomentar a dispersão de ações votantes, e maior participação de acionistas minoritários na condução dos negócios e na fiscalização de administradores.[80] Assim, foi introduzida também a variável nove, que mediu a dispersão apenas de ações ordinárias emitidas por companhias listadas no segmento tradicional, no Nível 1 e no Nível 2, e que efetivamente revelará uma resistência ao requisito mínimo do Novo Mercado.

---

[79] Cf. o item 3.1(vi) do Regulamento do Novo Mercado e do Regulamento do Nível 2. A expressão "Percentual Mínimo de Ações" é definida por estes regulamentos como o "percentual [de Ações em Circulação] que deve ser mantido durante todo o período em que os valores mobiliários por ela emitidos permaneçam registrados para negociação no Nível 2, as quais devem totalizar pelo menos 25% (vinte e cinco por cento) do total do capital social da Companhia", e a expressão "Ações em Circulação" é definida como "todas as ações emitidas pela Companhia, excetuadas as ações detidas pelo Acionista Controlador, por pessoas a ele vinculadas, por Administradores da Companhia, aquelas em tesouraria e preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade exclusiva do ente desestatizante".

[80] Cf. *supra* notas 35-42 e o texto que acompanha.

Logo, para a variável nove, uma companhia recebeu nota zero ou um conforme circule, respectivamente, menos ou mais de 25% do total das ações ordinárias de sua emissão, e, para a variável 10, conforme circule menos ou mais de 25% do total das ações de qualquer gênero ou espécie de sua emissão.

3. Resultados e discussão

Os resultados da pesquisa estão dispostos na **Tabela 1** à **Tabela 4**. A apresentação dos resultados será dividida em cinco partes: resultados para a população como um todo; resultados por segmento de listagem da B3; resultados conforme a dispersão da propriedade acionária; resultados conforme a liquidez das ações da companhia; e resultados para as sociedades de economia mista.

3.1. Resultados para a população

Com base nos dados para a população da pesquisa, em relação a quais requisitos mínimos de listagem do Novo Mercado que os acionistas de companhias abertas listadas no segmento tradicional, no Nível 1 e no Nível 2 demonstram maior resistência?

A **Tabela 1** analisa a questão listando o número de eventos positivos e negativos de adoção de um requisito mínimo pela população. Em média, as companhias analisadas adotaram voluntariamente 33,87% dos requisitos mínimos do Novo Mercado que poderiam adotar. Esse número variou de 99,45% de aceitação à variável três – a restrição à ampliação de matérias sujeitas a deliberações por quórum qualificado pela assembleia geral – até uma aceitação de apenas 10,97% à variável sete – separação das funções de diretor presidente e presidente do conselho de administração. Esses dados revelam, em suma, uma forte resistência aos requisitos mínimos de listagem do Novo Mercado nas companhias listadas fora deste segmento, não obstante o seu enorme sucesso ao longo de seus agora 16 anos de existência.

A análise do primeiro requisito mostra que apenas 17,33% das companhias analisadas tem seu capital composto integralmente por ações ordinárias; um número que escancara a predominância do uso de ações preferenciais no mercado de capitais brasileiro. Ações preferenciais

sem direito a voto representam, em média, 40,07% do capital social das companhias analisadas[81], de forma que um acionista consiga exercer controle sobre uma companhia representativa da média da população detendo até apenas 30% (ou menos) de seu capital social total. O divórcio entre direitos políticos e econômicos é, portanto, prevalente fora do Novo Mercado[82], gerando altos custos de agência entre acionistas minoritários não votantes e acionistas controladores, e sacramentando os altos benefícios privados que estes podem extrair da companhia durante o período em que se mantiverem em controle.[83]

TABELA 1.

REQUISITOS MÍNIMOS DO NOVO MERCADO CUMPRIDOS PELA POPULAÇÃO.

REQUISITO	EVENTOS POSITIVOS	EVENTOS NEGATIVOS	PROPORÇÃO (%)
1 (*T/N1/N2)*	35	167	17,33
2 (*T/N1)*	29	154	15,85
3 (*T/N1)*	182	1	99,45
4 (*T/N1)*	59	124	32,24
5 (*T)*	90	65	58,06
6 (*T/N1)*	21	162	11,48
7 (*T)*	17	138	10,97
8 (*T/N1)*	30	153	16,39
9 (*T/N1/N2)*	56	146	27,72
10 (*T/N1)*	93	89	51,10
MÉDIA ARITMÉTICA			33,87

A análise do segundo requisito mostra como apenas 15,85% das companhias analisadas estendem um direito de venda conjunta igualitário a todos os seus acionistas, votantes ou não, na hipótese da alienação de seu controle. Assumindo um cenário em que um terceiro não acionista

[81] Constatou-se que nenhuma companhia da população emite ações preferenciais com direito de voto. Assim, o primeiro requisito mínimo apenas mede, efetivamente, o uso de ações preferenciais não votantes, em que pese o Novo Mercado vedar a emissão ações preferenciais tanto com quanto sem direito de voto.
[82] Cf. *supra* nota 26 e o texto que a acompanha.
[83] Cf. *supra* notas 40 a 42 e o texto que as acompanha.

deseje adquirir o controle majoritário de uma companhia representativa da média da população, este terceiro precisará pagar um preço médio por ação de apenas 67,49% do valor pago por ação ao acionista controlador, sendo que acionistas não votantes só terão o direito de participar de uma eventual oferta pública de aquisição de ações em 25,63% das oportunidades. Há, assim, grande resistência fora do Novo Mercado à difusão do princípio do tratamento igualitário de acionistas minoritários nos casos de alienação de controle[84], sobretudo na medida em que a sua adoção possa diminuir os benefícios privados que acionistas controladores poderiam extrair em uma futura venda de sua participação.[85]

O terceiro requisito mínimo analisado é o único em relação a que os acionistas das companhias analisadas demonstram aceitação quase unânime. De fato, apenas uma companhia – a Metisa Metalúrgica Timboense S.A. – ampliou o número de matérias sujeitas a deliberação por quórum qualificado em assembleia geral. Excluído esse requisito, a média aritmética final da **Tabela 1** cai para 26,34% de aceitação aos requisitos mínimos do Novo Mercado.

O quarto requisito analisado demonstra que o conselho de administração de apenas 32,24% deve ser composto por no mínimo cinco membros, como é a regra no Novo Mercado. Não obstante, verifica-se uma maior aceitação a essa variável se outros critérios de verificação forem utilizados. Por exemplo, os estatutos de 91,26% das companhias estabelecem regras de composição máxima do conselho por número igual ou superior a cinco membros, de forma que o cumprimento por essas companhias do requisito mínimo do Novo Mercado ainda seria possível, mas não necessário. Ainda, a média aritmética da composição estatutária dos conselhos das companhias analisadas é de 6,09 membros, enquanto a sua mediana é de 6 membros; indícios que apontam para uma menor resistência a este requisito mínimo do que aquela colacionada na **Tabela 1**. Assim, esse requisito mínimo poderá ser melhor analisado em pesquisas futuras se a composição efetiva de conselhos de administração, conforme eleitos pela assembleia geral para o mandato pertinente, for examinada.

O quinto requisito analisado revelou que os conselheiros de 58,06% das companhias analisadas só podem ser eleitos param um mandato de no máximo dois anos. O mandato médio do conselho para as companhias analisadas é 2,16 anos. Como visto, essa variável é de pouca importância prática no Brasil, dado a presença de acionistas controladores na quase unanimidade das companhias analisadas e o seu direito de desmotivadamente, e a qualquer momento, destituir

[84] Cf. *supra* notas 46 e 47 e o texto que as acompanha.
[85] Cf. *supra* notas 6 e 42 e o texto que as acompanha.

membros do conselho.[86] Com a ausência de qualquer estabilidade no seu cargo, o mandato de conselheiros é irrelevante para o exercício do poder por acionistas controladores, de forma que a relativamente pouca resistência a este requisito mínimo não deveria ser uma surpresa.

O sexto requisito analisado mostrou fortíssima resistência à presença de membros independentes no conselho de administração.[87] Apenas 11,48% da população reserva 20% dos assentos do conselho a membros independentes, de forma que conselheiros independentes precisam representar, em média, apenas 2,60% dos conselhos das companhias analisadas. Em termos absolutos, este é o requisito mínimo em relação ao qual se verificou maior resistência: 162 companhias entre os segmentos tradicional e Nível 1 são avessas à sua incorporação em seus estatutos. Esse dado diverge consideravelmente daquele verificado no mercado de capitais norte-americano, mas condiz com a relutância de acionistas controladores à eleição de conselheiros que não poderão ser subordinados à sua vontade, e que poderão eventualmente colocar em cheque os benefícios privados a que fazem jus nos termos da Lei das S/A.[88]

Já o sétimo requisito demonstra idêntica resistência à separação das funções de diretor presidente e presidente do conselho de administração. Em termos relativos, é o requisito mínimo menos aceito pelas companhias analisadas: 89,03% evitam vedar estatuariamente a acumulação dessas duas funções. O resultado condiz com o atual estágio do mercado de capitais brasileiros, em que a concentração da propriedade acionária significa que os principais executivos da companhia muitas vezes integram ou são intimamente vinculados ao bloco acionário controlador.[89] Quando lido em conjunto com o resultado do sexto requisito, ele evidencia também o pouquíssimo espaço dado ao pensamento independente ou dissociado às diretrizes do acionista controlador no conselho de administração das companhias lotadas, os quais são quase sempre comandados e controlados pelos seus controladores.[90]

---

[86] Cf. *supra* notas 59 e 60 e o texto que as acompanha.

[87] Ainda que haja um debate doutrinado doutrinário considerável a respeito da melhor definição do termo, a referência a "conselheiro independente" em um estatuto foi considerada necessária e suficiente para satisfazer o sexto requisito mínimo desta pesquisa. Cf. sobre o tema Marina Oehling Gelman. *O conceito de conselheiro independente vigente na regulamentação dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA*. Dissertação de Mestrado em Direito e Desenvolvimento. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2012.

[88] Cf. *supra* nota 66 e 67 e o texto que as acompanha.

[89] Cf. *supra* nota 9 a 16 e o texto que as acompanha.

[90] Constatação que é comprovada na prática quando examinada empiricamente a alocação de poderes entre a assembleia geral e o conselho de administração entre as companhias objeto da população. Cf. Alexandre Edde Diniz de Oliveira. The board against all odds: assessing the powers of delegated management in Brazil. *Law and Business Review of the Americas*, v. 22, 2016, pp. 333-362.

O oitavo requisito demonstra também forte resistência à inclusão de cláusulas compromissórias por companhias fora do Nível 2 e do Novo Mercado. Apenas 16,39% das companhias aderiram a essa regra, o que provavelmente pode ser explicado pelos altos custos relacionados ao recesso de acionistas dissidentes a essa inclusão.[91] Esse fator, somado à baixa adesão institucional à Câmara de Arbitragem do Mercado e ao número de pequeno de casos por ela julgados desde sua criação[92], significa que companhias têm incentivos maiores para adotar outros meios de solução de conflitos em seu estatuto, e eventualmente submeter conflitos de maior monta à arbitragem, ou aderir a uma câmara com atuação mais difundida no mercado.

Finalmente, o nono e o décimo requisitos mínimos mostram, como era de se esperar, uma maior aceitação à circulação de ações preferenciais sem direito a voto do que à circulação de ações ordinárias. De fato, os resultados revelam que companhias buscam liquidez acionária apenas quando não ponha em risco o seu bloco de controle acionário majoritário, e admitem acionistas minoritários apenas quando estes tenham poder de fogo limitado para insurgir contra as decisões do controlador. O conservadorismo dessas companhias importa em um controle quase totalitário sobre a companhia em boa parte dos casos.

Considerados todos os requisitos, apenas uma companhia obteve uma pontuação final de dez. A Tereos Internacional S/A é atualmente listada no segmento tradicional, mas já foi listada no Novo Mercado entre 2010 e 2016. Em dezembro de 2015, a sua acionista controladora, a francesa Tereos Participacions, decidiu realizar uma oferta pública de aquisição de ações para fins da saída do Novo Mercado e, posteriormente, para o fechamento do capital da companhia. Em agosto de 2016, a companhia formalizou sua saída do Novo Mercado, e estendeu o prazo da oferta pública de fechamento até fevereiro de 2017. A sua nota alta nesta pesquisa se deve apenas ao fato de que ainda não adaptou seu estatuto social para refletir a sua nova realidade acionária, de forma que não se pode considerá-la verdadeiramente representativa de uma emergente melhora nos padrões de governança corporativa entre as companhias listadas no segmento tradicional.

Outras companhias que se destacaram positivamente incluem a Inepar, listada no segmento tradicional da B3, e que só não obteve uma pontuação perfeita porque 15% de seu capital social é

---

[91] Cf. *supra* nota 74 e o texto que a acompanha.

[92] Cf. Maíra de Vieira Melo et al., *supra* nota 78, pp. 204-206 (mostrando como câmeras de arbitragem mais estabelecidas no mercado brasileiro, como a Câmara de Arbitragem CIESP/FIESP e a Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara de Comércio Brasil-Canada, julgaram um número muito maior de casos que a Câmara de Arbitragem do Mercado entre 2010 e 2013).

composto por ações preferenciais sem direito a voto. Trata-se, entretanto, de uma companhia recentemente egressa do Nível 1, de forma que seu estatuto social ainda faça referência às regras ali aplicáveis. O mesmo ocorre com a OGX, recentemente egressa do Novo Mercado, mas cujo estatuto não veda expressamente a cumulação de cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração. Do lado negativo do espectro estão várias companhias tradicionais brasileiras que pontuaram em apenas um requisito mínimo, como o Banco Alfa, a Elektro e a Mendes Junior Engenharia, e tantas outras que pontuaram em apenas dois requisitos, como o Bradespar, a Usiminas, a Itautec e o Banco Mercantil.

Em conclusão, os resultados da pesquisa não relevam um quadro muito otimista para os estudos de governança corporativa no Brasil. Há considerável resistência à adoção dos requisitos mínimos do Novo Mercado pelas companhias fora deste segmento em nove das dez variáveis examinadas, e especial resistência em relação àqueles requisitos especialmente direcionados para fortalecer a posição de acionistas minoritários, como a presença de conselheiros independentes, a vedação à emissão de ações sem direito de voto e a extensão de um direito de venda conjunta igualitário a todos os acionistas em caso de alienação de controle.

3.2. Resultados conforme a dispersão da propriedade acionária

Admitida a relação entre segmento de listagem de uma companhia e a sua predisposição para voluntariamente adotar requisitos mínimos de listagem do Novo Mercado, existe semelhante relação se considerada a dispersão da propriedade acionária da respectiva companhia? A pergunta é analisada na **Tabela 2**, que apresenta os resultados para as 123 companhias sujeitas a controle acionário totalitário, as 71 companhias sujeitas a controle acionário majoritário, as sete companhias sujeitas a controle acionário minoritário, e a única companhia com controle acionário indefinido.[93]

A **Tabela 2** demonstra uma correlação positiva entre a dispersão da propriedade acionária de uma companhia e a proporção de requisitos mínimos do Novo Mercado por ela adotados. Este

[93] Para fins desta pesquisa, uma companhia está sujeita a "controle total" se menos de 15% de suas ações ordinárias estão em circulação, a "controle majoritário" se entre 15% e 50% de suas ações ordinárias estão em circulação, a "controle minoritário" se entre 50% e 80% de suas ações ordinárias estão em circulação, e a "controle indefinido" se mais de 80% de suas ações ordinárias estão em circulação. Para uma descrição e definição técnica dos diversos tipos de controle a que companhias podem estar sujeitas, cf. Adolf A. Berle; Gardiner C. Means, *supra* nota 1, pp. 69-90.

número vai de 26,92% entre companhias sujeitas a controle total, a 90% na única companhia sujeita a controle indefinido.

TABELA 2.

RELAÇÃO ENTRE REQUISITOS MÍNIMOS CUMPRIDOS E DISPERSÃO DA PROPRIEDADE ACIONÁRIA.

REQUISITO	CONTROLE TOTAL (%) *(N = 123)*	CONTROLE MAJORITÁRIO (%) *(N = 71)*	CONTROLE MINORITÁRIO (%) *(N = 7)*	CONTROLE INDEFINIDO (%) *(N = 1)*
1 (*T/N1/N2)*	15,45	18,31	28,57	100
2 (*T/N1)*	11,11	22,03	33,33	100
3 (*T/N1)*	99,15	100	100	100
4 (*T/N1)*	31,62	33,90	16,67	100
5 (*T)*	54,21	61,90	100	100
6 (*T/N1)*	10,26	11,86	33,33	0,00
7 (*T)*	8,41	11,90	40,00	100
8 (*T/N1)*	13,68	18,65	33,33	100
9 (*T/N1/N2)*	0,00	67,61	100	100
10 (*T/N1)*	27,59	91,53	100	100
MÉDIA ARITMÉTICA	26,92	44,14	58,33	90,00

A evolução é uniforme em nove das dez variáveis, mesmo se considerado o cumprimento parcial de requisitos e se desconsiderado o caso anômalo de controle indefinido. Por exemplo, em relação à variável um, ações preferenciais compõem, em média, 43,06% do capital social de companhias sujeitas a controle total, 37,74% do capital de companhias sujeitas a controle majoritário, e 34,99% em companhias sujeitas em controle minoritário, sendo que a única companhia com controle indefinido emite exclusivamente ações ordinárias. Em relação à variável dois, um terceiro que desejar adquirir o controle majoritário de uma companhia atualmente sujeita a controle total terá que pagar, em média, 63,41% do preço pago ao controlador por ação de emissão da respectiva companhia, e 71,79% ou 77,23% desse preço se desejar comprar o controle de

companhias sujeitas a controle majoritário ou minoritário, respectivamente. Em relação à variável cinco, o mandato médio do conselho de administração é de 2,29 anos em companhias sujeitas a controle totalitário, 2,14 anos em companhias sujeitas a controle majoritário, mas de apenas 1,17 anos em companhias sujeitas a controle minoritário. Finalmente, em relação à variável seis, membros independentes compõem, em média, 2,45% dos conselhos de companhias sujeitas a controle totalitário, 2,68% dos conselhos de companhias sujeitas a controle majoritário, e 11,67% de companhias sujeitas a controle minoritário.

Como visto, pelo menos uma corrente da doutrina defende que a concentração acionária em países fora do mundo anglo-saxão decorre da ausência de mecanismos legais ou regulatórios de proteção aos interesses de acionistas minoritários[94], fato que é ao menos em parte corroborado por estudos empíricos envolvendo o mercado de capitais brasileiro.[95] Esses estudos podem explicar a relação identificada na **Tabela 2**: companhias que adotam um maior número de medidas protetivas de investidores minoritários, aqui representadas pelos requisitos mínimos do Novo Mercado, são recompensadas com uma maior dispersão de sua propriedade acionária, elevando a demanda por suas ações e, consequentemente, seu valor bursátil.[96]

A análise de alguns exemplos específicos pode ajudar a explicitar a relação. A Oi e a Vivo (Telefônica Brasil) são duas das maiores companhias de telecomunicações brasileiras, estando a primeira listada no Nível 1 e a segunda no segmento tradicional da B3. A Oi adota sete dos oito requisitos mínimos do Novo Mercado para os quais foi analisada, perdendo um ponto porque 19% de seu capital social é composto por ações preferenciais sem direito a voto. Já a Vivo adotou apenas três dos dez requisitos mínimos analisados, sendo que tem dois terços de seu capital social composto por ações não votantes, não estende direito de venda conjunta algum a seus preferencialistas, e não obriga a presença de membros independentes em seu conselho de administração. O resultado é que a Oi possui 77,80% de suas ações ordinárias em circulação, enquanto a Vivo circula apenas 21,79% de suas ações ordinárias. Outra comparação desse tipo

[94] Cf. Rafael La Porta et al., *supra* nota 5. Nesta pesquisa, cujo objetivo foi analisar diferenças nos mecanismos de proteção a investidores minoritários em 39 países, o Brasil pontuou em apenas seis de onze variáveis discretas, e obteve desempenho razoável em outras duas variáveis contínuas. A conclusão da análise, entretanto, é que países de origem legal francesa, entre os quais o Brasil foi incluído, "have [...] the weakest protections of shareholders, independent of per capita income".

[95] Cf. Aldo Musacchio, *supra* nota 5, além da alta correlação entre dispersão da propriedade acionária e listagem no Novo Mercado apresentada em Érica Gorga, *supra* nota 9.

[96] Cf. *supra* nota 28 e o texto que a acompanha.

pode ser feita entre a Inepar e a Mendes Junior, duas construtoras listadas no segmento tradicional que adotam, respectivamente, nove e um dos dez requisitos mínimos analisados, e que, desta forma, circulam, respectivamente, 73,97% e 3,21% de suas ações ordinárias.

Em conclusão, a pesquisa revela uma forte correlação entre o número de requisitos mínimos do Novo Mercado adotados por uma companhia e a dispersão de sua propriedade acionária, o que pode ser ao menos em parte explicado pela maneira positiva com a qual investidores minoritários enxergam a adoção de tais requisitos por suas potenciais investidas.

3.3. Resultados para companhias de alta liquidez

A **Tabela 3** ilustra a relação entre a adoção de requisitos mínimos do Novo Mercado e a liquidez das ações da respectiva companhia, ao apresentar os resultados para as 21 companhias analisadas integrantes do Índice Bovespa (Ibovespa). Essa análise é relevante porque o Ibovespa responde por quase a totalidade do valor de mercado[97] e da liquidez[98] da B3. Parte significativa das companhias abertas listadas registra nenhuma ou quase nenhuma movimentação acionária nos pregões.[99] Explicações para essa falta de liquidez incluem: a alta concentração de propriedade acionária em companhias ilíquidas[100]; o receio por parte de acionistas minoritários de serem

[97] No mês de agosto de 2016, o valor de mercado das 56 companhias que compunham o Ibovespa respondia por aproximadamente 83,33% do valor total das 352 companhias listadas na B3 (R$ 2.029,1 bi contra R$ 2.434,9 bi, respectivamente). Cf. a planilha "Dados de Mercado", obtida diretamente da página eletrônica da B3, disponível em: *http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/dados-de-mercado/* [acesso em 17-06-2016], e a página eletrônica da B3 com os índices históricos do Ibovespa, disponível em: *http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-estatisticas-historicas.htm* [acesso em 03-01-2017].

[98] Na data de referência – 13 de setembro de 2016 – as 55 companhias integrantes do Ibovespa responderam por 71,49% do volume total de negociação da B3 (670.702 negociações contra 938.156 negociações no total). Cf. o boletim diário daquele dia, disponível em: *http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/boletim-diario/boletim-diario-em-capitulos* [acesso em 13-09-2016].

[99] Esse fenômeno foi investigado em Yuki Yukoi. Por que algumas empresas ainda mantêm o capital aberto e as ações listadas? *Capital Aberto*, nº 73, 2009, p. 30.

[100] As 21 companhias integrantes do Ibovespa circulam, em media, 25,72% de suas ações ordinárias e 51,82% de suas ações totais, contra 14,94% de ações ordinárias e 28,14% de ações totais nas companhias fora deste índice.

responsabilizados por débitos da companhia[101]; e os custos que a presença de acionistas minoritários pode gerar em eventos futuros da companhia, como na alienação de seu controle.[102]

TABELA 3

REQUISITOS MÍNIMOS CUMPRIDOS POR COMPANHIAS INTEGRANTES DO IBOVESPA *(T = 21)*.

REQUISITO	EVENTOS POSITIVOS	EVENTOS NEGATIVOS	PROPORÇÃO (%)
1 (*T/N1/N2)*	2	19	9,52
2 (*T/N1)*	5	14	23,81
3 (*T/N1)*	19	0	100
4 (*T/N1)*	10	9	52,63
5 (*T)*	3	3	50,00
6 (*T/N1)*	1	18	5,26
7 (*T)*	3	3	50,00
8 (*T/N1)*	2	17	10,53
9 (*T/N1/N2)*	10	11	47,62
10 (*T/N1)*	18	1	94,74
MÉDIA ARITMÉTICA			43,45

Não obstante, a **Tabela 3** revela que as companhias com as ações mais negociadas da B3 voluntariamente adotam mais requisitos mínimos do Novo Mercado que a média da população. Essa tendência positiva é consistente em sete das dez variáveis analisadas. O fato de que a carteira do Ibovespa é marcada pela presença das maiores e mais tradicionais *blue-chips* brasileiras[103], todas

[101] Cf. Mariana Pargendler. *How universal is the corporate form?*: reflections on the dwindling of corporate attributes in Brazil. Working paper, 2016, pp. 31-32, 43 (argumentando que a reiterada responsabilização de acionistas investidores destacados da administração da companhia, pelos mais diversos tipos de débitos, inclusive em relação àqueles contraídos fora do período de sua participação, cria sérios desincentivos para o investimento minoritário em companhias abertas).

[102] Cf. Mariana Pargendler, *supra* nota 101, pp. 30-31 (demonstrando como o direito de venda conjunta a 100% do preço pago ao controlador previsto nos regulamentos do Nível 2 e Novo Mercado pode tornar a aquisição de controle de uma companhia demasiadamente onerosas, criando um desincentivo para a liquidez do mercado como um todo).

[103] Na data de referência, todas as dez maiores companhias brasileiras, por valor de mercado, integravam o Ibovespa.

com grupos controladores bem definidos[104], pode explicar a tendência reversa nas variáveis um (emissão de ações preferenciais) e seis (conselheiros independentes).

Essas grandes companhias dependem da emissão de ações preferenciais não votantes para se financiar e atingir os níveis de liquidez exigidos pelo Ibovespa, o que pode ser desejável do ponto de vista do investidor minoritário porquanto evite absolutamente a sua responsabilização por débitos da companhia, e lhe outorgue direitos econômicos de curto e médio prazo mais beneficiais do que receberia se adquirisse ações ordinárias. De fato, 50,78% do capital social das companhias integrantes do Ibovespa é composto em média por ações preferenciais não votantes: um número 25% superior ao índice médio da população (40,07%). A contrapartida da perda do voto, é claro, vem na maior proporção de companhias que estendem direito de venda conjunta igualitário a todos os acionistas em caso de uma alienação de controle. O custo médio de uma ação de uma companhia integrante do Ibovespa é em média de 71,03% do valor pago por ação a um acionista controlador alienante, número também maior que a média verificada para a população (67,58%).

Ainda, em relação à variável seis, os acionistas controladores sabem bem que os acionistas minoritários de sua companhia são largamente detentores por ações não votantes, de forma que carecem de meios para atuar ativamente por meio de seus conselheiros. Nesse contexto, há pouco ou nenhum incentivo para a inclusão de membros independentes no conselho para acomodar esses minoritários, e maior incentivo para que o acionista controlador mantenha um forte domínio sobre os administradores da companhia.

A Braskem, listada no Nível 1, pode ser tomada como um exemplo representativo dessa tendência entre as companhias do Ibovespa. Apesar de cumprir cinco dos oito requisitos mínimos para os quais foi analisada, 54% de seu capital social é composto por ações preferenciais não votantes, refletindo a necessidade de financiar o seu colossal empreendimento econômico sem prejudicar o controle majoritário de seus acionistas controladores, a Petrobrás e a Odebrecht. Nesse mesmo sentido, a Braskem não prevê a presença de membros independentes em seu conselho, mas estende, em contrapartida, um direito de venda conjunta igualitário a todos seus acionistas no caso de sua alienação de controle. Assim, preserva-se o poder de controle quase incontestado de seus acionistas controladores, mas garante-se alguns direitos adicionais a investidores minoritários

[104] Apesar do nível relativamente maior de dispersão acionária (cf. *supra* nota 100), todas as 21 companhias analisadas que integram o Ibovespa estão sujeitas ao controle total ou majoritário por um acionista controlador ou grupo de acionistas controladores.

importantes para assegurar a liquidez de seus títulos preferenciais. Outros exemplos nesse sentido incluem a própria Petrobrás, que cumpre sete dos dez requisitos a que está sujeita, mas que não estabelece direito de venda conjunta a seus preferencialistas, e o Banco Santander, que vai um passo além de seus pares do Ibovespa e garante a presença de pelos menos 20% de membros independentes em seu conselho de administração.

Em conclusão, companhias integrantes do Ibovespa adotam um número maior de requisitos mínimos do Novo Mercado que a média da população, mas emitem um número maior de ações preferenciais não votantes para garantir seu financiamento e a integridade de seu bloco controlador. A contraposição a essa medida, e à inexistência de membros independentes no conselho de administração, é a extensão de um direito de venda conjunta igualitário em um maior número de casos – direito que pode vir a ser muito bem visto do ponto de vista de um investidor minoritário.

3.5. Resultados para as sociedades de economia mista

Finalmente, este item analisará as peculiaridades na adoção de requisitos mínimos do Novo Mercado por sociedades de economia mista.

A literatura sobre a participação do Estado como acionista é vasta, e tem como ponto convergente uma preocupação com os possíveis conflitos de interesses que possam decorrer de seu duplo objetivo de satisfazer a função social que justificou a criação daquela empresa, e maximizar os lucros da companhia.[105] Tentativas de mitigar essas dificuldades no Brasil, por meio de estratégias que objetivem a governança corporativa de sociedades de economia mista, incluem o Programa Destaque em Governança de Estatais (PDGE), lançado pela B3 em 2015 como uma certificação para empresas estatais que implementem certas melhores práticas de governança corporativa[106], e a Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016 (a Lei das Estatais), que estabelece um novo regime jurídico para todas as empresas públicas e sociedades de economia mista brasileira nesse mesmo sentido.

---

[105] Cf. *supra* nota 11 e o texto que as acompanha. Para uma perspectiva comparada da sociedade de economia mista, cf. Curtis J. Milhaupt; Mariana Pargendler. *Governance of listed state-owned enterprise*: a report prepared for Associação BM&F. Working paper, 2016.

[106] Para maiores detalhes, cf. o regulamento do PDGE, disponível em: *http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/governanca-de-estatais/* [acesso em 03-01-2017].

Não obstante, a abertura do capital de sociedades de economia mista pode ser beneficial para empresa, Estado e investidor privado, especialmente na medida em que a presença destes crie meios e incentivos adicionais para a fiscalização de administradores públicos, aumentando a eficiência e a credibilidade do empreendimento.[107] Em troca, investidores privados recebem garantias legais e econômicas da higidez e da rentabilidade de sua participação, o que pode vir na forma, por exemplo, de melhores práticas de governança corporativa que reduzam os meios para o Estado expropriar o valor da companhia em seu favor.[108] Se esse é o caso – isto é, se administradores públicos têm incentivos econômicos para estimular a fiscalização do empreendimento por acionistas minoritários, e se acionistas minoritários recebem, como contrapartida, melhorias na governança corporativa da companhia para realizá-lo – deveríamos esperar um nível de adoção de requisitos mínimos do Novo Mercado, enquanto representativos de práticas de governança corporativa favoráveis a acionistas minoritários, superior à média.

De fato, é isso que a **Tabela 4** parece revelar. As sociedades de economia mista analisadas são quase 30% mais propícias a voluntariamente adotar requisitos mínimos do Novo Mercado do que a média da população (42,86% contra 33,87% de eventos positivos, respectivamente). Essa diferença é mais perceptível nas variáveis quatro a sete, que tratam da composição do conselho de administração, órgão em que acionistas minoritários e conselheiros independentes tendem a ter mais espaço para se importar às vontades do Estado, dada a predominância invariável deste em sede de assembleia geral. Ainda, esta diferença pode se tornar mais visível nos próximos anos na medida em que as empresas estatais se adaptem às diretrizes mínimas da Lei das Estatais, como uma participação de pelo menos 25% de membros independentes no conselho de administração.

Alguns casos representativos dessa tendência incluem a Petrobrás e a Sanepar, ambas listadas no segmento tradicional da B3. A Petrobrás cumpre 70% dos requisitos mínimos do Novo Mercado, mas ainda tem 43% de seu capital composto por ações preferenciais sem direito ao voto,

---

[107] Cf. Mariana Pargendler; Aldo Musacchio; Sergio G. Lazzarini. In strange company: the puzzle of private investment in state-controlled firms. *Cornell International Law Journal*, v. 46, 2013, pp. 575-577 (descrevendo como acionistas minoritários podem reduzir tanto os custos de agência para a disciplina dos diretores estatais, quanto os custos políticos que podem advir da captura da companhia por grupos influentes estatais em detrimento do interesse público e privado que lhe justificam).

[108] Cf. Mariana Pargendler; Aldo Musacchio; Sergio G. Lazzarini, *supra* nota 107, pp. 582-589 (referindo-se, especificamente, à incorporação pela sociedade de economia mista de regras de listagem nacionais e internacionais que aumentem o rigor de sua governança corporativa). Esse é um *trade-off* especialmente relevante para o caso brasileiro, dado a presença de um relativamente alto número de sociedades de economia mista em segmentos especiais de listagem no Brasil e no exterior.

cujos detentores não têm qualquer direito de venda conjunta na hipótese de sua desestatização, e não estabelece número mínimo de membros independentes no conselho de administração, apesar de seus arranjos de governança corporativa estarem recentemente em cheque dados os escândalos de corrupção no qual se envolveu. A Sanepar, por sua vez, cumpre 80% dos requisitos mínimos analisados. Ainda que estenda um direito de venda conjunta igualitário a todos os acionistas, 39% de seu capital social é composto por ações preferenciais sem direito de voto, e seu acionista controlador, o Estado do Paraná, exerce um controle quase totalitário da companhia, circulando apenas 0,36% de suas ações ordinárias. Do outro lado do espectro, o Banco de Brasília cumpre apenas um requisito mínimo do Novo Mercado (requisito três), e está sujeito ao controle total da União, ilustrando como a aceitação média verificada não é exatamente uniforme entre as companhias analisadas.

TABELA 4.

REQUISITOS MÍNIMOS CUMPRIDOS POR SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA *(T = 23)*.

REQUISITO	EVENTOS POSITIVOS	EVENTOS NEGATIVOS	PROPORÇÃO (%)
1 (*T/N1/N2)*	5	18	21,74
2 (*T/N1)*	4	18	17,39
3 (*T/N1)*	22	0	100
4 (*T/N1)*	16	6	72,73
5 (*T)*	13	2	86,67
6 (*T/N1)*	4	18	18,18
7 (*T)*	5	10	33,33
8 (*T/N1)*	6	16	27,27
9 (*T/N1/N2)*	5	18	21,74
10 (*T/N1)*	10	12	45,45
MÉDIA ARITMÉTICA			42,86

Portanto, sociedades de economia mista são peculiares para fins desta pesquisa na medida em que apresentem resistência relativamente menor aos requisitos mínimos do Novo Mercado que a média das companhias analisadas. Os incentivos que pressionam o Estado e os investidores

privados nessa relação promovem uma maior aceitação de melhores práticas de governança corporativa, e a influência da Lei das Estatais indica que essa aceitação só tende a aumentar nos próximos anos.

4. Conclusão

O objetivo dessa pesquisa foi analisar em relação a quais requisitos mínimos de listagem do Novo Mercado que os acionistas de companhias abertas brasileiras listadas fora deste segmento da B3 apresentam maior resistência. A metodologia elegida foi um estudo dos documentos societários de todas as companhias listadas e negociadas no segmento tradicional, no Nível 1 e no Nível 2 da B3 no dia 13 de setembro de 2016, segundo critérios que permitiram verificar quais requisitos foram voluntariamente adotados pelos acionistas controladores dessas companhias. A ideia foi não só tentar auferir tendências gerais no cumprimento voluntário desses requisitos mínimos, mas também de examinar a relação entre resistência ao Novo Mercado e certas características das respectivas companhias, como o seu segmento de listagem, a dispersão de sua propriedade acionaria e a liquidez de suas ações, além das peculiaridades da resistência apresentada por sociedades de economia mista.

Os resultados indicaram que os acionistas das companhias analisadas tendem a apresentar forte resistência aos requisitos mínimos do Novo Mercado. Em um universo de 202 companhias e dez requisitos mínimos, estes só foram voluntariamente cumpridos pelos acionistas em 33,87% das oportunidades, o que corrobora a constatação da fragilidade dos direitos de acionistas minoritários e do ambiente de governança corporativa em geral no Brasil, a despeito dos esforços regulatórios e autorregulatórios implementados recentemente para contrariar esse quadro geral.

Não obstante, um quadro mais otimista foi observado em relação às companhias listadas no Nível 1 e às companhias de propriedade acionária mais dispersa. Ambas essas categorias de companhias adotam um número maior de requisitos mínimos do Novo Mercado do que a média da população. Em relação às companhias do Nível 1, a pesquisa revelou que este pode ser o verdadeiro segmento de transição da B3, a partir do qual companhias decidem se estão prontas para adotar integralmente as diretrizes do Novo Mercado e seguir para este segmento, ou se suas necessidades de financiamento ditam ser imprescindível a manutenção de ações preferenciais e, desta forma, a migração ao Nível 2. Em relação às companhias de capital disperso, os requisitos mínimos do Novo

Mercado podem estar sendo bem vistos por investidores minoritários e fomentando um mercado maior pelas suas ações, na linha da consagrada pesquisa empírica brasileira e internacional sobre a correlação entre proteção de acionistas minoritários e desenvolvimento de mercado de capitais. Há índicos, ainda, de semelhante quadro positivo em relação às companhias integrantes do Ibovespa, que aparentam voluntariamente adotar certas medidas que estimulem a liquidez de suas ações não votantes, enquanto mantêm íntegros seus respectivos blocos acionários controladores. Finalmente, foram observadas relevantes peculiaridades na resistência ao Novo Mercado apresentada por sociedades de economia mista, cujo acionista controlador – o Estado – têm incentivos econômicos para adotar um maior número de medidas protetivas de acionistas minoritários e estimular a fiscalização independente de administradores públicos.

Esta pesquisa, portanto, foi mais uma tentativa de se verificar empiricamente as causas e consequências do impressionante fenômeno autorregulatório que é o Novo Mercado da B3 – desta vez sob a ótica da resistência que lhe é apresentada por companhias fora deste segmento. Esforços futuros poderão ir além do escopo aqui proposto e analisar os arranjos de fato de governança corporativa de tais companhias, i.e. para além da mera análise de suas cláusulas estatutárias, ou verificar de que maneira a resistência aqui medida tem evoluído desde a criação do Novo Mercado em 2000. Não obstante, espera-se que os dados aqui levantados e as conclusões aqui alcançadas possam enriquecer o futuro do debate desse tema.

Bibliografia

ADAMS, Renée; FERREIRA, Daniel. One share-one vote: the empirical evidence. *Review of Finance*, v. 12, 2008, pp. 51-91.

ALVARENGA, Tomas. *Benefícios particulares de controle no Brasil*: o que mudou? Working Paper, 2017.

ALVES DE MORAES, Joyce. *Dualidade de CEO e desempenho de companhias de capital aberto no Brasil*. Dissertação de Mestrado em Administração. Natal: Universidade Federal do Rio Grande do Norte, 2015.

AMARAL-BAPTISTA, Marcio Alves; KLOTZLE, Marcelo Cabús; CAMPELO DE MELO, Maria Angela. CEO duality and firm performance in Brazil: evidence from 2008. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, v. 5, 2011, pp. 24-37.

BAINBRIDGE, Stephen M. Director primacy: the means and ends of corporate governance. *Northwestern University Law Review*, v. 97, 2003, pp. 547-606.

BALIGA, B. Ram; MOYER, R. Charles; RAO, Ramesh S. CEO duality and firm performance: what's the fuss? *Strategic Management Journal*, v. 17, 1996, pp. 41-53.

BEBCHUK, Lucian A; ROE, Mark. J. A theory of path dependence of corporate ownership and governance. *Stanford Law Review*, v. 52, 1999, pp. 127-170.

BERGSTÖM, Clas; HÖGFELDT, Peter; MOLIN, Johan. The optimality of the mandatory bid rule. *The Journal of Law, Economics and Organization*, v. 13, 1997, pp. 433-451.

BERLE, Adolf A; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. Nova Iorque: The MacMillan Company, 1933.

BHAGAT, Sanjai; BLACK, Bernard S.. The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *The Journal of Corporation Law*, v. 27, 2002, pp. 231-274.

BLACK, Bernard S.; GLEDSON DE CARVALHO, Antonio; GORGA, Érica. Corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, v. 11, 2010, pp. 21-38.

BURKART, Mike; LEE, Samuel. One share-one vote: the theory. *Review of Finance*, v. 12, 2008, pp. 1-49.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. III. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1997.

CHENG, Shijun. Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, v. 87, 2008, pp. 157-176.

COFFEE JR., John C. The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control. *The Yale Law Journal*, v. 111, 2001, pp. 12-78.

COMPARATO, Fabio K. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

CRUZ, Paulo Roberto Davidoff Chagas. Capitais externos e o financiamento de longo prazo no Brasil. In: SZMECSÁNYI, Tamás; SUZIGAN, Wilson (orgs.). *Histórica econômica do Brasil contemporâneo*. São Paulo: Hucitec, 1997, pp. 182-206.

DALTON, Dan R.; KESNER, Idalene F. Composition and CEO duality in boards of directors: an international perspective. *Journal of International Business Studies*, v. 18, 1987, pp. 33-42.

DINIZ DE OLIVEIRA, Alexandre Edde. The board against all odds: assessing the powers of delegated management in Brazil. *Law and Business Review of the Americas*, v. 22, 2016, pp. 333-362.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. *The Journal of Finance*, v. 59, 2004, pp. 537-600.

EASTERBROOK, Frank H; FISCHEL, Daniel R. Voting in corporate law. *The Journal of Law and Economics*, v. 26, 1983, pp. 395-427.

EIZIRIK, Nelson L. O mito do controle gerencial: alguns dados empíricos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 66, 1987, pp. 103-106.

ERICKSON, John; PARK, Yun W.; REISING, Joe; SHIN, Hyun-Han. Board composition and firm value under concentrated ownership: the Canadian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, v. 13, 2005, pp. 387-410.

GELMAN, Marina Oehling. *O conceito de conselheiro independente vigente na regulamentação dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA*. Dissertação de Mestrado em Direito e Desenvolvimento. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2012.

GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, the United States and the European Union. *Stanford Law Review*, v. 63, 2011, pp. 475-538.

GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 29, 2009, pp. 439-554.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Evolução da governança corporativa nas empresas listadas em bolsa (2004-2012)*. São Paulo: IBGC, 2014. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Pesquisa_Evolucao_GC.pdf>.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, v. 54, 1999, pp. 471-517.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, 1998, pp. 1113-1155.

LEFORT, Fernando; URZÚA, Francisco. Board composition, firm performance and ownership concentration: evidence from Chile. *Journal of Business Research*, v. 61, 2008, pp. 615-622.

MAK, Y. T.; KUSNADI, Yuanto. Size really matters: further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal*, v. 13, 2005, pp. 301-318.

MARTES, Camilla Ribeiro. *Sobre o controle minoritário nas companhias listadas no mercado*. Dissertação de Mestrado em Direito. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2014.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). *Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 77-99.

_____. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2014.

MUSACCHIO, Aldo. Laws versus contracts: shareholder protections and ownership concentration in Brazil, 1890-1950. *Business History Review*, v. 82, 2008, pp. 445-473.

ODA, Patrícia. Por que sua empresa não adota, voluntariamente, a arbitragem? *Capital Aberto*, v. 79, 2010, pp. 50-51.

PARGENDLER, Mariana. State ownership and corporate governance. *Fordham Law Review*, v. 80, 2012, pp. 2917-2973.

_____. Politics in the origins: the making of corporate governance in nineteenth-century Brazil. *American Journal of Comparative Law*, v. 60, 2012, pp. 805-850.

_____. *How universal is the corporate form?*: reflections on the dwindling of corporate attributes in Brazil. Working paper, 2016.

PARGENDLER, Mariana; MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio G. In strange company: the puzzle of private investment in state-controlled firms. *Cornell International Law Journal*, v. 46, 2013, pp. 569-610.

PATELLI, Lorenzo; PRENCIPE, Annalisa. The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder. *European Accounting Review*, v. 16, 2007, pp. 5-33.

PEIXE, Franciane Cristina Darós. *Novo Mercado*: obstáculos e atrativos para as empresas do Nível 1 de governança corporativa. Dissertação de Mestrado em Administração. São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2003.

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. *II Plano Nacional de Desenvolvimento* (1975-1979). Brasília, 1974.

ROE, Mark J. Political preconditions to separating ownership from corporate control. *Stanford Law Review*, v. 53, 2000, pp. 539-606.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

SANTANA, Maria Helena; ARARAT, Melsa; ALEXANDRU, Petra; YURTOGLU, B. Burcin; RODRIGUES DA CUNHA, Mauro. *Novo Mercado and its followers*. Washington D.C.: International Finance Corporation, 2008.

SHELL, G. Richard. Arbitration and corporate governance. *North Carolina Law Review*, v. 67, 1989, pp. 517-575.

SIMONSEN, Mario Henrique. *Exposição de motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda*. Brasília: Ministério da Fazenda, 1976.

VAFEAS, Nikos. Length of board tenure and outside director independence. *Journal of Business Finance and Accounting*, v. 30, 2003, pp. 1043-1064.

YERMACK, David. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, v. 40, 1996, pp. 185-211.

YUKOI, Yuki. Por que algumas empresas ainda mantêm o capital aberto e as ações listadas? *Capital Aberto*, nº 73, 2009, p. 30.